



## Luilekkerland voor renteniers?

**Auteur(s):**

Gans, M.P.

*Emeritus hoogleraar ondernemingsfinanciering aan de Erasmus Universiteit Rotterdam.***Verschenen in:**

ESB, 84e jaargang, nr. 4229, pagina 827, 12 november 1999

**Rubriek:**

Prikkel

**Trefwoord(en):**

**Wie nu het geluk heeft een miljoen gulden te bezitten, en dit bedrag in obligaties met een (coupon) rendement van vijf procent belegt, houdt hiervan maar weinig over. Er moet f 7.000 vermogens- en f 25.000 inkomstenbelasting worden betaald (50%-tarief). Na invoering van de Belastingherziening 2001 met zijn *vermogensrendementsheffing* (VRH) is nog maar f 12.000 belasting verschuldigd, het besteedbare inkomen stijgt dus van f 18.000 naar f 38.000.**

Het besef wordt algemeen dat die VRH helemaal niet echt een inkomstenbelasting is. De overheid stelt dat de vermogensbelasting wordt afgeschaft, terwijl aan vermogen een fictief rendement van vier procent wordt toegerekend, hetzij in de vorm van 'inkomen' (zoals rente, dividend, huur), hetzij als vermogenswinst. Door op dit fictieve rendement dertig procent belasting te heffen wordt vermogen belast met 1,2%. In feite betekent de VRH dat onze vermogensbelasting helemaal niet wordt afgeschaft, maar dat deze omhoog gaat van 0,7% naar 1,2%, terwijl alle feitelijke vermogensopbrengsten worden vrijgesteld van inkomstenbelasting.

Voor *beleggers* verandert door de VRH iets heel wezenlijks. Thans is het in ons land uit fiscaal oogpunt aantrekkelijker vermogensopbrengsten te kweken via vermogenswinst - vrijgesteld van inkomstenbelasting - dan via inkomen. Maar straks maakt dit geen verschil meer uit voor de omvang van de belastingverplichtingen. Vermogenswinst verliest zijn geprivilegieerde positie, inkomen is precies even interessant. Er moet hoe dan ook 1,2% VRH worden betaald.

Momenteel is een aandeel dat jaarlijks onbelast drie procent in waarde stijgt voor de particulier interessanter dan een obligatie die bruto vijf procent oplevert. Na de VRH zal dit aandeel eveneens vijf procent moeten gaan opbrengen om in de beleggersgunst te blijven. Los van risicopremies zal de rendementseis die particulieren aan aandelen stellen omhoog worden geschroefd naar het niveau van het brutorendement van obligaties. En dit niveau wordt bepaald door internationaal-monetaire factoren.

Een dergelijke verhoging van de rendementseis betekent dat Nederlandse particulieren de waarde van aandelen naar beneden zullen gaan bijstellen. Of en in hoeverre dit tot koersdalingen gaat leiden is onzeker: Nederlandse particulieren vormen slechts één segment van de aandelenmarkt, terwijl de andere segmenten (institutionele beleggers, buitenlandse particulieren) niets met de VRH te maken hebben. Maar als de koersen niet zullen worden aangepast aan de nieuwe normen van de Nederlandse particulieren worden deze als het ware uit de aandelenmarkt geprijsd.

Voor Nederlandse *ondernemingen* houdt dit in dat de VRH mogelijkwerijs zal leiden tot het (gedeeltelijk) wegvallen van één categorie aandeelhouders, de Nederlandse particulier. Dit zal door sommige ondernemingen als een ongewenste ontwikkeling worden beschouwd. Soms is de aandeelhouder ook nog consument, en in ieder geval wordt het bedrijf dan afhankelijker van institutionele en buitenlandse beleggers als het om het plaatsen van nieuwe aandelen gaat.

Willen die ondernemingen toch nog voor de Nederlandse particulier interessant blijven, dan zal men iets moeten doen aan het dividendbeleid. Veel Nederlandse ondernemingen doen hun uitkeringen al jaren in de vorm van een zogenaamd 'keuze-dividend', waarbij de keus wordt gegeven tussen een belastingvrij dividend in aandelen en een belastbaar dividend in contanten. De particulier kiest dan stevast voor het eerste, maar de raison van het keuzedividend komt na de VRH te vervallen.

Bovendien zullen ondernemingen een royaler dividendbeleid moeten gaan volgen, dat wil zeggen een groter deel van hun winst moeten gaan uitkeren. Beide wijzigingen gaan ten laste van de ingehouden winst. Bij een ongewijzigd investerings- en overnamebeleid impliceert dit dat vaker een beroep op de kapitaalmarkt moet worden gedaan. Het is denkbaar dat ondernemingen in plaats van aandelen juist door de VRH aantrekkelijker geworden obligaties zullen gaan uitgeven, met alle gevolgen die dit op den duur voor de kwaliteit van de vermogensstructuur kan hebben.

De conclusie moet luiden dat de VRH niet zonder gevolgen zal blijven voor het beleggingsbeleid van particulieren en voor het financieringsbeleid van ondernemingen. Via aanpassingen in de beleggingsportefeuilles kunnen substantiële wijzigingen gaan plaatsvinden in de inkomenspositie van beleggers, zoals geïllustreerd door het voorbeeld in de aanhef.

Verbazing behoeft deze conclusie niet te wekken. Overal in de belastingwereld doet inkomen uit vermogen en/of vermogenswinst terzake voor de bepaling van de belastingschuld. Het is dan geen wonder dat de Nederlandse particulier internationaal gezien in een uitzonderingspositie komt te verkeren, en evenmin dat het streven zal zijn hiervan optimaal gebruik te maken.

